

## Relação entre dívida pública e PIB deve cair rápido em 2010

Por **Beatriz Barbosa Meirelles**  
Economista da APE

**Expansão da economia e alta do IGP-DI permitirão retomada da queda do indicador**

O agravamento da crise financeira internacional interrompeu a trajetória de queda da relação entre a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) e o Pro-

duto Interno Bruto (PIB), iniciada em meados de 2003. Entre setembro de 2008 e setembro de 2009, o indicador cresceu 4,8 pontos percentuais do Produto Interno Bruto (PIB).

A queda do superávit primário vem sendo apontada como o principal fator determinante da deterioração desse indicador fiscal. Buscaremos mostrar que o menor superávit primário, sem dúvida, contribuiu para o aumento da DLSP, mas a importância desse efeito tem sido claramente superestimada. Para tanto, esse

número do Visão do Desenvolvimento analisa os determinantes do crescimento da DLSP/PIB nos 12 meses que se seguiram ao agravamento da crise, em setembro de 2008, quantificando seus impactos. Para fins de comparação, a análise vai além do período pós-crise, abrangendo dados desde 1998.

### Os determinantes da DLSP/PIB

Como podemos observar no Quadro a seguir, a evolução da relação DLSP/PIB é o resultado da atuação de 6 fatores diferentes. O numerador (DLSP) é impactado por quatro fatores distintos. A diferença entre os fluxos correntes,

Visão do Desenvolvimento é uma publicação da área de Pesquisas Econômicas (APE), do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. As opiniões deste informe são de responsabilidade dos autores e não refletem necessariamente o pensamento da administração do BNDES.

## Quadro - Fatores determinantes da variação da DLSP / PIB

Determinante	Descrição
<b>Denominador (PIB)</b>	
• Crescimento do PIB	Crescimento do PIB acumulado em 12 meses a preços correntes
• Variação do IGP-DI	Valoração do PIB de cada mês pelo IGP-DI.
<b>Numerador (DLSP)</b>	
• Resultado Nominal	Despesas menos Receitas Totais Correntes
• Resultado Primário	Despesas menos Receitas Correntes (exclusive receitas e despesas com juros)
• Pagamento Líquido de Juros	Despesa com Juros – Receita com Juros
• Esqueletos	Reconhecimento de dívidas passadas
• Privatizações	Receitas com a venda de ativos reais
• Efeito Câmbio	Mudança no valor em R\$ da dívida líquida denominada em moeda estrangeira.

denominada Resultado Nominal é dada pela soma de componentes fatores. O primeiro é o Resultado Primário, que reúne as receitas e gastos correntes não-financeiros. O segundo é o Pagamento Líquido de Juros, que depende em grande parte da taxa de juros praticada pelo Banco Central – a taxa Selic –, das taxas pagas em títulos pré-fixados e atrelados a outros indexadores, dos rendimentos das aplicações do governo e, por fim, do tamanho relativo da dívida pública. O reconhecimento de dívidas passadas (esqueletos), as privatizações e os efeitos cambiais são contabilizados à parte dos fluxos correntes.

O efeito câmbio é tanto maior quanto maior a diferença entre ativos e dívidas do

setor público em moeda estrangeira. Se a posição é devedora em dólar, uma desvalorização do Real eleva a dívida pública. Se, ao contrário, a posição é credora, como ocorre no Brasil desde 2006, uma desvalorização do Real diminui o indicador.

Outros dois fatores afetam o denominador (PIB): o crescimento do PIB corrente e a variação da inflação pelo IGP-DI. O indicador DLSP/PIB é calculado pela razão entre o estoque da Dívida Líquida do Setor Público em determinado mês e o PIB acumulado nos últimos 12 meses. Para tal, o Banco Central traz o PIB de cada mês ao preço do mês do estoque da dívida em questão, usando o IGP-DI. Se a inflação apurada pelo IGP-DI supera o deflator do PIB, maior será o cresci-

mento do PIB usado no indicador. Ao contrário, se o deflator do PIB supera a inflação apurada pelo IGP-DI, menor será o crescimento do PIB.

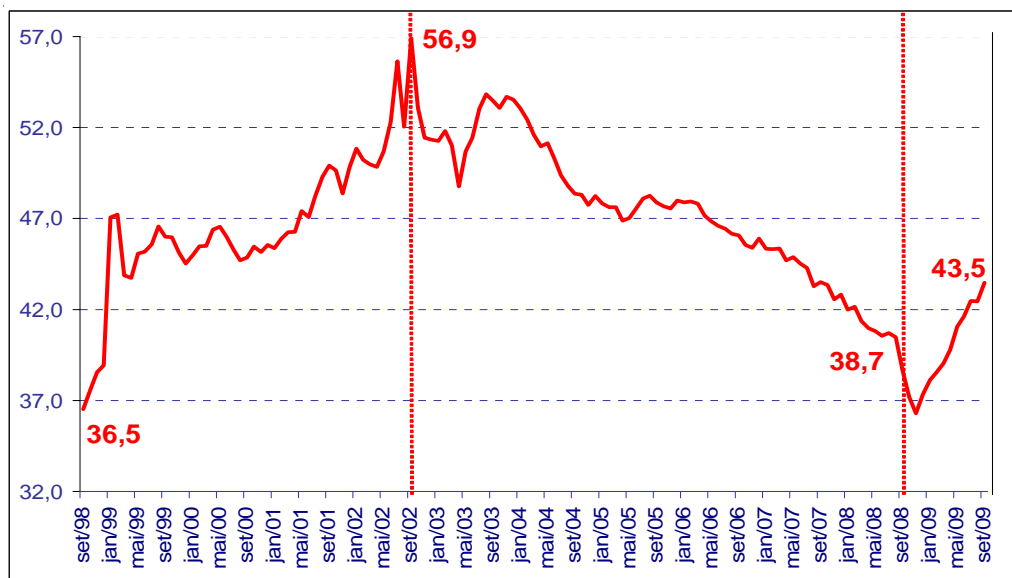
### Os determinantes da DLSP/PIB entre 1998 e 2008

Podemos dividir a evolução da DLSP/PIB ao longo dos últimos onze anos em três períodos. No primeiro, que se estende de setembro de 1998 a igual mês de 2002, a DLSP/PIB cresceu quase continuamente, aumentando em 5,2 pontos percentuais por ano. No segundo período, que engloba os seis anos seguintes até o agravamento da crise financeira internacional em setembro de 2008, o in-

dicador apresentou uma trajetória contínua de queda, da ordem de 3,0 p.p. ao ano. O terceiro período reúne os 12 meses seguintes à crise, quando a relação DLSP/PIB depois de se reduzir rapidamente, voltou a crescer, atingindo 43,5% do PIB em setembro de 2009 (Gráfico 1).

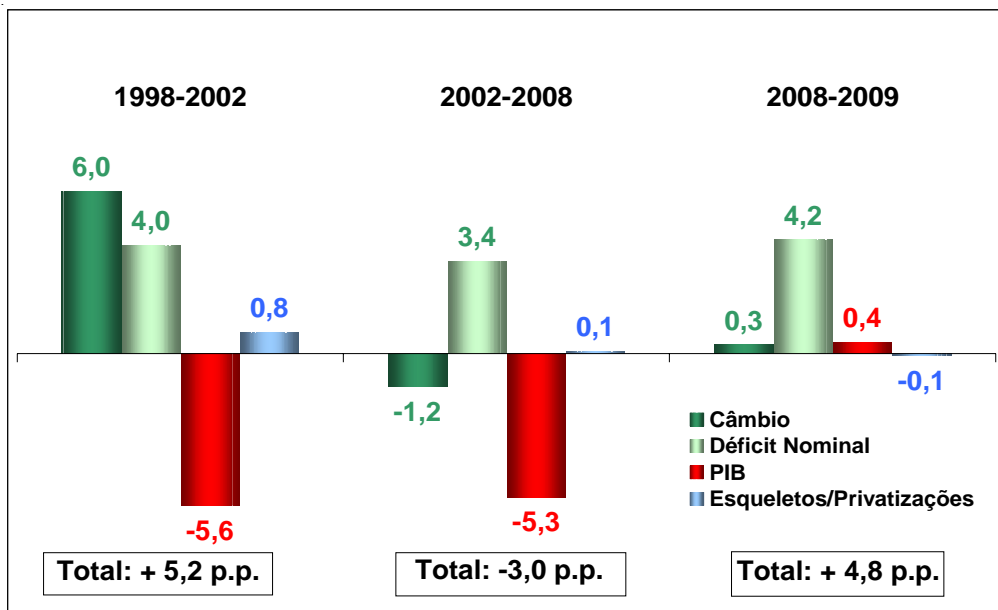
No primeiro período (1998-2002), o indicador cresceu a um ritmo bastante acelerado, 5,2 pp do PIB ao ano. As periódicas desvalorizações do Real contribuíram fortemente para isso em um cenário de elevado endividamento externo. No final de 1998, o governo central tinha acumulado uma dívida em títulos atrelados ao dólar de 7,5% do PIB ou 20% dos títulos federais. Com as desvalorizações cambiais no início de 1999, em 2001 e em

**Gráfico 1 - Evolução da dívida líquida do setor público em % do PIB**



Fonte: Banco Central do Brasil

**Gráfico 2 - Contribuição dos determinantes para a variação da DLSP/PIB**  
(Em pontos percentuais do PIB - médias anuais)



Fonte: Banco Central do Brasil (Elaboração Própria)

Nota: Os períodos analisados compreendem médias anuais para períodos sempre iniciados no mês de outubro do primeiro ano a setembro do último ano

2002, o valor dessa dívida em Reais aumentou muito, contribuindo para o crescimento da DLSP da ordem de 24 p.p. do PIB em apenas quatro anos – 6 p.p. do PIB ao ano. O déficit nominal também impactou positivamente a DLSP, mas esse efeito foi mais que compensado pelo crescimento do PIB. O efeito câmbio, portanto, explica a trajetória ascendente da DLSP/PIB até 2002.

No segundo período (2002-2008), o cenário cambial foi diverso. O Real atravessou longo processo de valorização – de R\$ 3,89/US\$ em setembro de 2002 para R\$ 1,56/US\$ em julho de 2008 – e um

choque de desvalorização em decorrência do agravamento da crise internacional – para R\$ 1,91/US\$ em setembro de 2008. No entanto, o efeito dessas variações cambiais sobre a DLSP deve ser analisado em dois períodos distintos.

Até setembro de 2006, a valorização do Real contribuiu para uma queda tímida da dívida pública, da ordem de 7,1 p.p. do PIB em quatro anos. Isso se deveu à concomitante redução da importância da posição devedora em dólar – de 47% para 0% da DLSP – em decorrência tanto do acúmulo de reservas internacionais, que dobraram no período,

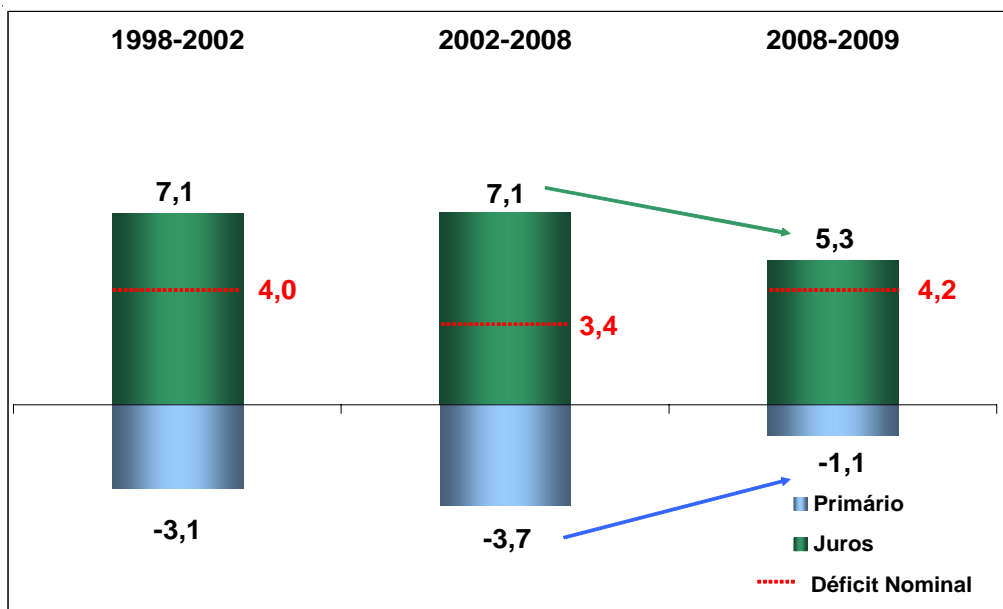
quando da troca de dívida cambial por dívida interna atrelada a outros indexadores.

A partir de setembro de 2006, com a contínua acumulação de reservas internacionais – de US\$ 73 bilhões para US\$ 206 bilhões – o Brasil passou à posição credora em dólar da ordem de 18% da DLSP em setembro de 2008. Como a posição era credora em moeda estrangeira, a valorização do Real contribuiu para aumentar a DLSP em 1,5 p.p. do PIB até julho de 2008. No entanto, de julho a setembro de 2008, a desvalorização do

Real derrubou a DLSP em 1,6 p.p. do PIB em apenas dois meses. Pela primeira vez na história, um choque de desvalorização da moeda nacional implicou a queda da dívida pública.

Entre 2002 e 2008, o efeito cambial foi, portanto, negativo em 1,2 p.p. do PIB por ano. Nesses seis anos, a diferença média entre o efeito do crescimento do PIB e do déficit nominal foi praticamente a mesma que no período anterior. No entanto, o fim do efeito perverso do câmbio sobre a dívida foi suficiente para inaugurar a trajetória de queda do indicador.

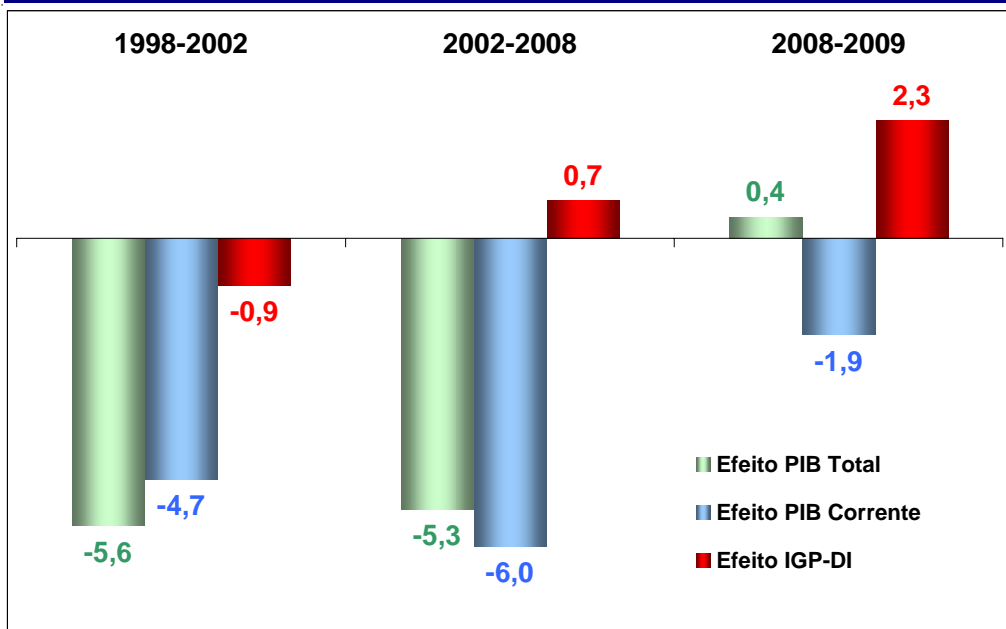
**Gráfico 3 - Contribuição do superávit primário e do gasto líquido com juros para o crescimento da DLSP**  
(Em pontos percentuais do PIB)



Fonte: Banco Central do Brasil (Elaboração Própria)

Nota: Médias anuais de outubro do ano inicial a setembro do ano final

**Gráfico 4 - Contribuição do efeito PIB para a DLSP/PIB**



Fonte: Banco Central do Brasil (Elaboração Própria)

### Os determinantes da DLSP/PIB entre 2008 e 2009

Nos dozes meses que se seguiram à crise, a importância dos determinantes da DLSP/PIB novamente mudam de configuração.

A crise provocou a desvalorização abrupta do Real seguida por novo processo de valorização. A situação credora em moeda estrangeira do setor público provocou, no primeiro momento, uma queda adicional de quase 2,5 p.p. no indicador até o fim de 2008, que posteriormente foi revertida em boa parte. Por esse motivo, o efeito líquido do câmbio foi positivo apenas 0,3 p.p. do PIB.

Chama a atenção que, apesar da forte queda de receita decorrente da crise e das medidas anti-cíclicas adotadas pelo governo, o déficit nominal cresceu apenas 0,5 p.p. do PIB em relação à média observada nos dez anos anteriores. No ano pós-crise, o superávit primário contribuiu para a queda da DLSP em 1,1 p.p., enquanto no último decênio tal contribuição oscilou em torno a 3,4 p.p. do PIB. Em compensação, as despesas líquidas com juros caíram de uma média de 7,1 p.p. no decênio para 5,3 p.p. no último ano, devido, em boa medida, à redução na taxa Selic (Gráfico 3).

Assim, como se pode ver no Gráfico 2, a maior parte do efeito negativo observado

no indicador após a crise se deveu à contração do PIB. Nos dez anos anteriores, o crescimento do PIB reduziu a DLSP/PIB em 5,4 p.p. ao ano. Nos últimos 12 meses, por conta da crise, o efeito foi inverso: a contração do PIB nominal aumentou o indicador em 0,4 p.p.. Além da desaceleração do nível de atividade, a deflação no IGP-DI – índice usado para valoração do PIB no indicador – teve papel decisivo nesse efeito.

O Gráfico 4 desagrega o efeito do PIB sobre a DLSP/PIB. O crescimento do PIB, considerado em valores correntes, teria contribuído para a queda da DLSP/PIB em 1,9 p.p. entre setembro de 2008 e setembro de 2009. No entanto, como houve deflação apurada pelo IGP-DI, o PIB valorizado diminuiu nesses doze meses. Com isso, o efeito PIB passou a contribuir para o crescimento da DLSP/PIB em 0,4 p.p.

### Considerações finais

Um dos impactos da crise financeira internacional foi interromper a trajetória de queda contínua da DLSP/PIB, iniciada em meados de 2002. Este estudo buscou identificar os fatores que levaram a essa mudança, tendo em vista o comportamento histórico do indicador.

A primeira mudança que chama a atenção na evolução da DLSP/PIB no ano pós-crise diz respeito ao efeito câmbio. Pela primeira vez na história, a repentina desvalorização do Real, causada pelo agra-

vamento da crise financeira internacional, implicou queda expressiva da DLSP. A análise histórica mostrou o quanto a exposição cambial foi determinante para o crescimento da DLSP/PIB entre 1998 e 2002. A mudança do status do Brasil de devedor para credor em dólar rompeu um antigo canal de transmissão de crises externas sobre a economia, que resultava em piora das contas públicas.

No entanto, mesmo sem o efeito reverso do câmbio, a DLSP cresceu 4,8 p.p. do PIB no ano pós-crise. A desaceleração do nível de atividade e as medidas de desoneração tributária determinaram a redução do superávit primário. Contudo, o gasto líquido com juros também se redu-

ziu expressivamente, em decorrência dos cortes na taxa Selic. Como re-

sultado, a contribuição do déficit nominal para o crescimento da DLSP ficou em 4,2 p.p., pouco acima da média dos anos anteriores.

Dessa forma, o que explica o crescimento DLSP/PIB no último ano foi o próprio comportamento do PIB. Em lugar de reduzir o indicador, o efeito final foi positivo, especialmente pela deflação medida pelo índice de preços usado para corrigir esse indicador, o IGP-DI. Esse diagnóstico traz um cenário otimismo para a evolução da DLSP/PIB. Em 2010, a perspectiva de crescimento da economia superior a 5,5%, bem como o fim da deflação do IGP-DI, terão forte impacto no desempenho do indicador, com o retorno da sua trajetória de queda, iniciada em meados de 2003.

## Queda na atividade econômica foi causa principal da piora do indicador no período pós-crise



Se você quer receber os próximos números desta  
publicação envie e-mail para  
[visao.do.desenvolvimento@bndes.gov.br](mailto:visao.do.desenvolvimento@bndes.gov.br).